



CARTA SEMANAL

---

# O Canário da Mina **49**

05 DE ABRIL DE 2024

Mercado de trabalho  
e inflação

Durante os séculos XIX e XX, uma das atividades econômicas mais importantes do Reino Unido foi a extração de carvão de mina. Nesse contexto, uma das principais causas de acidentes com mortes dos mineiros era decorrente do vazamento de monóxido de carbono, um gás inodoro (difícil de detectar sem equipamentos) que, em grandes quantidades, pode provocar explosões ou morte por intoxicação. Como o monóxido de carbono é um resultado natural da extração do carvão, problemas de ventilação nas minas poderiam gerar acidentes mortais.

Em uma era pré-detectores de gases, o jeito de os mineiros se protegerem era levar um canário dentro de uma gaiola para a mina. Por ser muito mais sensível ao monóxido de carbono do que os humanos, a agitação do pássaro servia de alerta para que os trabalhadores deixassem a mina antes que um acidente ocorresse.

Esse é o objetivo de “O Canário da Mina”, artigo semanal que a G5 Partners divulga todas as sextas-feiras. O objetivo é ser um instrumento relevante e gerador de reflexões para o final de semana.

Boa leitura.

G5 Partners. Além dos resultados.



## Mercado de trabalho e inflação

Um assunto recorrente quando falamos de política monetária, tanto aqui no Brasil quanto lá fora, é a tal da “última milha”, o que, em bom português, significa a resiliência dos preços dos serviços em acompanhar a desaceleração dos preços em geral. Mas será que a situação é tão preocupante assim? Será que a inércia desse grupo será suficiente para reduzir o espaço para o Banco Central do Brasil (BCB) cortar os juros? Vamos usar a edição desta semana de “O Canário da Mina” (OCM) para tentar responder a essas perguntas.

Vamos iniciar nossa discussão mostrando que esta não é a primeira vez, nem provavelmente a última, que os “serviços” geram dor de cabeça para o BCB e muita discussão entre os economistas. Para exemplificar isso, vamos usar o período em que Ilan Goldfajn foi presidente do BCB, quando tivemos, na opinião de muitos, um exemplo de desinflação bem-sucedida.

Ilan assumiu o BCB em 9 de junho de 2016, sucedendo Alexandre Tombini, que deixou como “herança” a inflação em 9,32% no acumulado em 12 meses, para uma meta de 4,5%, e os juros em 14,25% a.a., o maior patamar desde 2006. Naquela época, os maiores vilões da inflação eram os alimentos, com o grupo “Alimentação no domicílio” acumulando 14,66% de inflação no acumulado em 12 meses. Entretanto, já em março de 2017, menos de um ano depois, esse valor já tinha sido reduzido para 3,00%, 1,5 p.p. abaixo da meta. Na mesma época, os “Bens industriais” estavam com o acumulado em 12 meses em 2,51% e os “Preços administrados”, em 5,59%, valor que seria reduzido a 4,24% já no mês seguinte (abril de 2017). E os “Serviços”? Estavam em 7,53% quando Ilan assumiu e chegaram a março de 2017 em 6,04%, um valor ainda alto, especialmente considerando que os juros já tinha caído, mas ainda estavam em 12,25% a.a. Para falar a verdade, a inflação de “Serviços” só foi ficar em linha com a meta da época (4,5%) em janeiro de 2018, quando chegou a 4,31%, mais de 2 anos após o BCB iniciar a redução dos juros. Se formos usar os “Serviços subjacentes”, subgrupo dos “Serviços” formado por itens mais ligados à política monetária, os números não são muito diferentes. Quando Ilan assumiu o BCB, estavam em 7,86%; em março de 2017, em 5,34%; e, em janeiro de 2018, chegaram a 3,40%. No mesmo período, a inflação medida pelo IPCA estava em 9,32%, passou por 4,57% e chegou a 2,86% no primeiro mês de 2018. Portanto, a história nos deixa duas lições importantes sobre a relação entre a inflação de “Serviços” e a política monetária. A primeira é que a demora na convergência da inflação de “Serviços” é um fato histórico que não deveria surpreender ninguém. Já a segunda nos diz que, exatamente devido a essa demora dos “Serviços” em convergir, não necessariamente esse grupo precisa estar próximo da meta para que o processo de redução dos juros prossiga.

Entretanto, precisamos admitir que Roberto Campos tem um problema que Ilan não tinha: a política de valorização do salário mínimo. Esse fator será o ponto de partida para a discussão da situação atual da inflação dos “Serviços” e seu impacto para a política monetária.

No final do segundo mandato de Luiz Inácio Lula da Silva, foi criada uma fórmula de reajuste real do salário mínimo que considerava, além do INPC acumulado em 12 meses até novembro do ano anterior, o PIB de dois anos antes.

Por exemplo, em 2024, o aumento foi de 6,97%, a soma da inflação de 3,85% com 3,00% do crescimento em 2022<sup>1</sup>. Mas, por que isso é um problema? Basicamente porque o salário mínimo é o que chamamos de “preço farol”, ou seja, algumas categorias não sindicalizadas, ou autônomas, usam esse aumento como parâmetro para corrigir seus próprios serviços. Então, em um caso extremo, se todos os “Serviços” fossem corrigidos pelo salário mínimo, essa nova regra faria com que esse grupo subisse em 2024 7,00% (arredondando porque ninguém espera que algo suba 6,97%, a não ser que seja para dar um preço redondo). Mas obviamente isso não acontece, pois tudo depende da demanda e da capacidade de pagamento do cliente. Por isso, discutir a relação entre os salários e a situação do mercado de trabalho pode ser uma boa ideia, e os dissídios das categorias sindicalizadas são um bom ponto de partida.

Para analisar os dissídios, vamos usar o Salariômetro<sup>2</sup> da FIPE, uma plataforma que traz uma compilação das negociações coletivas e dissídios sindicais mensalmente. O primeiro ponto que chama a atenção — e mostra a indexação da economia brasileira — é que o parâmetro de sucesso ou não da negociação é conseguir um aumento acima da inflação, o que é uma das principais formas de inércia inflacionária no Brasil. Um segundo ponto interessante, derivado do primeiro, é que, apesar de os aumentos salariais olharem para a inflação passada, o impacto no grupo de “Serviços” tem defasagem. Portanto, embora represente o passado, o acompanhamento das convenções sindicais pode nos trazer alguma informação sobre o futuro. Indo para os números, a mediana dos aumentos salariais nominais em janeiro deste ano foi de 5,7%, passando para 5,0% em fevereiro. Considerando os anos anteriores e a projeção de inflação para o restante do ano, parece-nos bem provável que os aumentos salariais nominais, oriundos de negociações sindicais, se estabilizem entre 4,0% e 4,5% ao longo de 2024, o que é compatível com nossa projeção de uma inflação de “Serviços” entre 3,5% e 4,0%. Entretanto, esse cenário vai depender do comportamento do mercado de trabalho, nosso próximo assunto.

Na “receita de bolo” da política monetária, o BC eleva os juros, a economia desacelera, o desemprego aumenta, os salários caem, desacelerando ainda mais a economia, o que gera um círculo vicioso que puxa a inflação para baixo. Portanto, a grande surpresa desse movimento de alta dos juros após a pandemia é que isso não está acontecendo. Provavelmente muitos “papers” acadêmicos serão escritos para tentar achar uma explicação. No Brasil muito se fala na Reforma Trabalhista do governo de Michel Temer, mas e nos EUA? Será só coincidência o mesmo fenômeno estar ocorrendo nas terras do “Tio Sam” ao mesmo tempo que nas paragens tupiniquins? Não temos respostas, mas temos números. Ao mesmo tempo que a Selic chegou a 13,75% a.a., a taxa de desemprego média em 2023 atingiu 8,0%, a mais baixa desde 2014, quando ficou em 6,9%. Outra forma de se ver que o mercado de trabalho está aquecido é notar que, nos dois primeiros meses de 2024, a criação líquida de vagas formais, calculada por meio do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), cresceu quase 50% com relação ao mesmo período de 2023. Esse número já seria impressionante; porém, quando notamos que ele foi alcançado mesmo com o número de desligamentos tendo crescido 9,5% na comparação com o mesmo período do ano passado, vemos que há mais do que um simples aumento na abertura de vagas. Como não há uma distinção entre os desligamentos voluntários

<sup>1</sup> A soma aritmética de 3,85% com 3,00% obviamente não dá 6,97%. Para chegar a esse valor, precisamos multiplicar os fatores:  $((1,0385 \times 1,0300) - 1) \times 100 = 6,97\%$ .

<sup>2</sup> <https://salariometro.fipec.org.br/home>

e os involuntários e o número de admissões subiu 13,0%, fica a impressão de que o mercado de trabalho está tão favorável ao trabalhador, que este está se desligando voluntariamente para se recolocar em melhores condições. Talvez por isso os salários de admissão estejam crescendo, em termos reais, em torno de 1,40% no início de 2024 com relação ao mesmo período de 2023, número compatível com os dissídios coletados pelo Salariômetro.

O reflexo de tudo que falamos sobre o mercado de trabalho é que a inflação de “Serviços” acumulada em 12 meses até fevereiro estava em 5,25% e a dos “Serviços intensivos em mão de obra”, em 5,45% – ambas acima dos 4,50% da inflação geral, mas bem menores do que os números do mesmo período de 2023 (7,80% e 6,58%, respectivamente). Isso pode nos levar a três conclusões. A primeira é que o comportamento visto durante a desinflação da “era” Ilan Goldfajn parece estar se repetindo agora, o que seria uma ótima notícia. A segunda é que essa trajetória benigna será posta à prova pelo mercado de trabalho mais apertado. Por fim, independentemente do que acontecer daqui para a frente, o simples fato de a política monetária apertada (sim, como a taxa de juros real ainda está positiva, a política monetária está restritiva) não estar provocando uma piora do mercado de trabalho e, mesmo assim, a inflação de “Serviços” estar desacelerando já seria outro bom motivo para estudos futuros.

Sem dúvida, uma coisa que poderia passar pela cabeça de quem prestou atenção à “receita de bolo” da política monetária é: então os salários nunca poderão crescer continuamente sem gerar inflação, ficando, portanto, sempre presos naquele círculo vicioso? A resposta a essa pergunta seria: talvez. Para que os salários possam subir sem gerar inflação, precisamos ter um crescimento da produtividade acima do crescimento dos salários. Mas essa não seria a explicação para a aparente incongruência de cenário mostrada no parágrafo anterior? Na teoria sim, mas a ata da última reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) descarta essa opção ao afirmar que: *“Alguns membros observaram que a recuperação da produtividade observada em 2023 ocorreu primordialmente no setor agropecuário, enquanto rendimentos se mostraram pressionados de maneira disseminada, **sugerindo que os rendimentos pressionados não devem ser explicados majoritariamente por ganhos de produtividade**, mas por um fechamento do hiato do produto. Assim, em sua análise, o Comitê demonstrou maior preocupação com possíveis efeitos da ampliação de ganhos reais no período mais recente e da aceleração de crescimento observada nos dados referentes à massa salarial sobre a dinâmica prospectiva da inflação de serviços”* (grifo nosso). Portanto, para o BCB, o mercado de trabalho não dá sinais de arrefecimento, e isso pode pressionar os salários, uma vez que a produtividade não está acompanhando esse crescimento, tendo como resultado o fato de a inflação de “Serviços” não desacelerar como se espera. Essa dúvida seria o principal motivo, na nossa visão, para que o BCB desacelere o ritmo de queda dos juros a partir da reunião de junho (19/6). E para o final de 2024? Nossa projeção para a Selic continua em 9,00% a.a.? Por enquanto sim, mas podemos dizer que está com um viés de alta. O motivo não vem da inflação interna, mas trataremos desse assunto no OCM da semana que vem.

## Frase da Semana

*“Eu quase que nada sei. Mas desconfio de muita coisa.”*

Guimarães Rosa

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	4,62	4,00
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	9,00
USDBRL	5,28	4,86	5,05
PIB (%)	3,00	2,90	2,10